

## 2010年10月期《全球金融稳定报告》

### 概要

全球金融体系仍处在异常不确定的时期，而且仍旧是经济复苏的大敌。根据基准方案预测，目前的复苏将继续下去，资产负债表因此将逐步改善，但是，自发表2010年4月期《全球金融稳定报告》以来，全球金融稳定的进程出现倒退。欧洲主权债务市场近期发生的动荡突出表明，危机增加了银行和主权资产负债表的脆弱性。由于政策制定者采取的强有力应对措施有助于稳定资金市场和减少小概率系统性风险，之后金融形势有所改善，但市场仍存在很大不确定性。全球产出扩张与早期预测一致，其中，新兴市场国家的增长尤为强劲。成熟经济体正在从依靠临时支持政策向可持续的私人需求过渡。然而，主权资产负债表非常容易受到增长率下降的影响，债务可持续性的不确定性因此增加。在这种情况下，政策制订者们必须考虑以下关键改革以确保全球金融体系能够存续下去，并为复苏提供保障：（1）处理银行部门的遗留问题，包括进行必要的注资；（2）加强主权资产负债表的基本面；和（3）在巴塞尔银行监管委员会提出的实质性改进建议的基础上，继续明确和细化监管改革。

欧洲主权债务市场动荡导致金融稳定的进程出现倒退，其主权和银行资产负债表脆弱性的增加成为市场关注的重心。现有主权债务国家的财政可持续性面临挑战，加上集中的短期债务展期和单一的投资基础，使得一些欧元区主权很容易面临融资压力。这些压力外溢到了银行部门，使得出现信贷收缩、增长减速和资产负债表弱化这种严重情景的可能性增加。为解决主权风险和提高对金融体系的信心，国家和跨国协调机构采取了有力的应对措施（其中一个突出的措施是提供关于银行资产负债表的详细信息），有助于稳定融资市场并缓和风险，但形势依然脆弱。

本报告第一章分析了发达国家在应对复苏放缓、债务水平上升和展期，以及金融部门仍未复元等多种状况时所面临的挑战。报告以这样的假设开篇：随着经济环境的逐步改善，私人部门和主权的资产负债表将继续改善，同时，解决关键银行体系的遗留问题的政策措施会与重要的稳定政策一道实施。尽管如此，宏观经济下行风险增大、主权融资压力以及不断加剧的融资困难会导致一种困难的局面，要求用娴熟的政策技巧来应对。

在欧洲，协调的支持计划及面临最大融资困难的国家宣布进行雄心勃勃的财政改革对于遏制五月后快速升级的欧元区动荡起到了作用。然而，由于市场仍继续专注于高企

的公共债务负担、不利的增长态势以及提高的展期风险及与银行体系的联系，主权风险依然居高不下。在主权债券利差仍然较高的国家，二线机构和银行进入融资市场的机会仍然有限，而且融资成本提高。尽管各国政府采取了国家和跨国措施以确保市场保持开放，但为了不偏离建立牢固金融体系的行动路线，还需推行持续有力的政策措施。

在美国，金融稳定有所改善，但银行体系仍存在许多薄弱环节。虽然银行能够筹集大量资金，而且对资本金的预期需求似乎可控，但是，为扭转近期的去杠杆化趋势，并尽可能遵从美国的监管改革措施，也许还需要筹措更多的资本。美国疲软的房地产部门也带来额外的挑战。美国银行的资本需求明显较小，在很大程度上反映了政府支持企业和其他政府干预的庞大规模，如果没有这些干预，它们的资本需求可能会高得多。这突出表明，风险已经从私人转移到公共资产负债表，以及需要解决公共机构的负担。

在日本，近期出现政府债券市场混乱的可能性仍然不大。到目前为止，稳定的国内储蓄基础和良好的经常账户顺差降低了吸引外部融资来源的必要性。随着时间的推移，当前支持日本债券市场的因素（很高的私人储蓄、本国偏好、缺乏日元计值资产的替代品）将随着人口老龄化和劳动人口的减少而弱化。

新兴市场总体上对先进经济体的主权和银行压力具有很强的抗冲击能力，并且大多数经济体能继续从国际资本市场获得资金。跨境溢出效应大部分局限于与欧元区有较多经济和金融联系的地区。总体而言，由于先进国家目前增长放缓，新兴市场相对健全的基本面和更强劲的增长潜力使其对投资者更有吸引力。全球资产配置的变化很可能会随着这一相对差异的持续存在而增加。但是，对于在目前的资产重新配置过程中处于接收一方的国家来说，强劲资本流入导致的潜在宏观金融风险积聚（包括本地市场的过度需求以及可能的波动性增加）仍然是一个令人担忧的问题。

## 处理风险的政策

许多先进国家的政策制订者都需要正视缓慢的增长、上升的主权债务以及仍然脆弱的金融机构造成的互动影响。此外，需要建立支撑新的金融监管制度的基础。

解决银行体系中的遗留问题。人们对金融部门的信心还没有完全恢复。从好的一面来说，银行的监管资本比率已经改善，同时全球资产待核销和贷款拨备已经下降。我们估计的 2007 至 2010 年间与危机有关的银行待核销额已经从 2010 年 4 月期《全球金融稳定报告》时的 2.3 万亿美元略降至现在的 2.2 万亿美元，这主要是由于证券损失下降

的缘故。此外，银行在确认这些待核销额方面取得了进一步的进展，超过四分之三的待核销额已经列入报表，尚余约 5500 亿美元。但是，在解决迫在眉睫的银行融资压力方面却没有取得这样的进展：在今后 24 个月内，有近 4 万亿美元债务需要展期。因此，退出对金融体系的特别支持（包括取消政府对银行债务的担保）必须要仔细排序和筹划。要使融资市场回到正常状况、使金融行业回到更健康状况，需优先考虑通过关闭、注资或兼并来解决和/或重组较薄弱的金融机构仍旧是一个优先事项。视需要，各国和跨国协调机构应提供支持。

强化主权资产负债表的基本面。短期来说，跨国协调机构可能需向那些面临迫切压力国家的主权资产负债表提供充分的支持。中期看，主权国家资产负债表需要遵行一个可信的路线以确保财政可持续性（见 2010 年 10 月期《世界经济展望》和 2010 年 11 月期《财政监测报告》）。在市场状况允许时，应通过延长平均期限结构的债务管理政策来解决主权再融资风险。使用基于价格的机制来管理和减少公共或有负债也应成为这一计划的一部分。

明确和细化监管改革。提议的金融改革议程仍有许多内容没有完成。在甄别危机发生以前全球金融体系最严重的缺陷方面，国际规则制订机构已经取得了进展，但是，其成员国尚未就许多改革的细节达成一致。解决“太重要而不能倒”的问题机构、加强监管动机和资源以及制订宏观审慎框架等问题仍处在讨论过程中。要取得更大的进展，需要有更大的意愿来抑制本国利益，从而支持建立一个更稳定和运行更好的全球金融体系。改革明确得越早，则金融机构也就能越早制订战略优先事项和业务模式。如不能取得上述进展，则监管的不充分将会继续存在一段时日，从而会增加金融不稳定再次发生的可能性。

作为正在进行努力的一部分，我们欢迎巴塞尔委员会最近的提议，与危机前的情形相比，这些提议大大改善了资本的质量和数量。特别是，普通股在资本中的比例将提高，从而允许吸收更大的损失。此外，可纳入资本的无形资产和合格资产的数量有限（不超过 15%）。这些资产包括递延税项资产、抵押贷款服务权、对金融机构普通股的重大投资，以及其他无形资产。已制定出分阶段安排，以便让银行可以主要通过留存收益的办法来达到更高的标准。随着全球金融系统日趋稳定和世界经济复苏逐渐稳固，应考虑逐步地完全剔除无形资产和缩短过渡期。这将提高银行业吸收将来可能发生冲击的能力。此外，在推进总体改革议程方面取得进展至关重要。仅仅是制定良好的宏观审慎监管规定是不够的，还需通过宏观审慎方法，制定适当的法规来抑制周期性和限制金融机构（其中一些不是银行）的系统性影响。

总而言之，在减少再融资风险、强化资产负债表并改革监管框架方面，政策制订者们不能放松努力。正如过去三年数次表明的那样，现在的全球金融体系能够非常迅速地从良性状态直接跳至危机状态。在这种情况下，政策制订者们应利用一切机会，强化银行体系并向其注资、解决“太重要而不能倒”的问题机构、减少或有负债，并使主权财政走上可信的轨道。由于形势仍然脆弱，近年来向银行提供的某些公共支持将不得不继续下去。在形势明显改善之前，可能需推迟实施既定的退出非传统货币和财政政策战略。与此同时，须确保特殊支持只是暂时的，因为它不能替代修复和改革金融部门，而且需调整鼓励措施，以建立更为健康的资产负债表和减少过度的冒险行为。

新兴市场的政策挑战有所不同，对它们来说，金融体系主要面临上行风险。许多新兴经济体需要应对“相对成功效应”，能否保持稳定将取决于它们应对证券投资流入剧增的能力。在某些情况下，传统的宏观经济政策可能需要辅之以宏观审慎措施，因为传统政策可能无法全面满足国内特定形势（如通胀压力或汇率政策影响）下的需要。解决高企而波动的资本流动的政策已为人熟知（见 2010 年 4 月期《全球金融稳定报告》第四章和“工作人员立场说明”第 10/04 号）。此外，新兴市场应继续奉行旨在促进本国金融系统发展的政策，以便有能力来吸收、并安全和有效地中介更多的资本流动。

## 第二章：系统性的流动性风险

主要融资市场面临的系统流动性中断的深度之大和持续时间之长是此次危机的一个显著特征，也就是说，金融机构同时在很长时间内都不能展期或者跨市场和跨境获得新的短期融资。第二章考察了这种情形，并告诉我们银行更易出现融资问题的几个原因：新的批发资金供应者，它们作为提供者的稳定性要差一些；对抵押贷款市场（回购协议）的更多使用，这种使用是建立在周期性的抵押品高估（特别是对结构性信贷产品）基础上和不完善的保证金缴纳程序；越来越多地将跨境短期外币融资用于较长期资产；关联市场的基础设施薄弱；以及关于交易对手风险信息的缺乏。一个重要的情况是，许多人当时并未意识到银行和非银行机构在利用短期融资市场方面相互影响的程度。因此，当央行被迫进场以稳定市场时，它们不得不向非银行发放流动性，接受更多不同类型的抵押品作为对贷款的保护，并设立跨境外币互换额度，并参与其他活动，所有这些都带来了一直悬而未决的道德危害问题。

在缓解系统流动性风险方面取得进展是困难的，且不易衡量，因为融资市场由一些在多个市场上相互影响的不同机构所组成，而每个市场的基础设施的特征也各不相同。第二章针对机构和市场考察了这一问题。当前建议的重点是微观审慎措施，旨在提高流动性缓冲和降低单个银行的资产/负债的不匹配，其中巴塞尔银行监管委员会的建议

最为重要。虽然通过提高机构的资本缓冲有助于解决系统流动性问题，但不能防止出现系统层面的流动性短缺。在这些情况下，央行很可能需要作为最后流动性提供者进场以支持市场和机构。为避免央行贷款的过度使用并尽可能降低道德危害，流动性风险框架的重点应该是：确保被认为对流动性和期限转换具有重要影响的银行和其他机构在情况好的时候以某种形式缴纳流动性风险保险金。为有效地做到这一点，需要制订一个有效衡量系统性流动性风险的尺度。但是，要正确地衡量和监测系统性流动性风险，还需要解决显著的数据缺陷问题。

虽然降低机构层面的系统流动性风险肯定是解决方案的一部分，但是，还需关注融资市场。使抵押融资市场（如回购）更有效发挥作用的政策能够帮助降低系统性风险，并防止流动性不足转变为偿付不足。具体地说，更好的抵押品估值规则、保证金政策以及中央交易对手方的使用都可以帮助降低脆弱性。防止投资者从货币市场共同基金迅速撤资也是一个必要的政策目标。本章建议，在对这种基金的投资中，不要使用稳定的资产净值，以确保基金投资者能够更好地理解其投资的价值会随着市场状况而出现波动这一道理。还有，上述建议的推行需要谨慎而且应在融资状况稳定时启动，以确保这样一种变动不致引起它本不想造成的撤资。其他补救措施，如针对银行而建议的那些措施（更高的缓冲和更少的期限转换），也能用来应对这些基金的流动性风险。在未实施灵活的资产净值的情况下，这类基金必须受到与存款吸收机构一样的约束。

### 第三章：信用评级

近来主权信贷风险的升级和过去几年来结构性信贷工具评级的下降，使信用评级机构对金融稳定影响突显出来。究竟是评级所提供的信息内容对金融稳定具有不利影响，还是使用这种信息的方法会造成不利影响？第三章以主权债务评级为重点探讨了这一问题。

评级的使用在几种监管环境下是强制性的，特别是在巴塞尔新资本协议标准方法中的银行资本要求上。许多私人部门实体——养老金、保险公司和共同基金——使用评级或基于评级的指数来做投资决定。央行也在其抵押品政策中使用评级。基于评级下调（如低于投资级的评级）所作的资产配置变动会有不稳定影响，引起被迫出售和此类证券定价中的所谓“陡壁效应”。本章发现，评级确实对主权债务评级有影响，同时，当评级下降至投资级定界以下后，这种“陡壁效应”最为突出。事实上，甚至是在实际评级下调前，通过一个负面“展望”或“观察”建议所作出的示警比评级下调本身传达的信息甚至更多，而且对市场价格有更大的影响。

至于准确性，人们发现主权评级的表现总的来说是不错的。自 1975 年以来出现过违约的主权国家在其违约的前一年都曾被评为低于投资级，这说明机构声称使用的排序是严肃认真的。尽管如此，近期主权国家所承担的风险类别的变化（如银行部门的或有负债）意味着，有关主权风险的更准确的公开信息对评级机构和投资者会有帮助。

信用评级机构一直试图用较稳定的“整个周期”评级来满足客户的要求，因为依照评级频繁地改变交易决定的成本过高。本章表明，与准确反映“某一时刻”当前信息的方法相比，由至少一个评级机构采用的典型平滑技巧很可能会助长评级的顺周期性。这是因为，“整个周期”法是强调在查明评级下调是长久的还是暂时的，以及这种下调是否要大于一个级别之后再公布。但是，这经常意味着，公布下调时间的滞后会使信贷质量会加剧本已经出现的动荡。

综合各种因素，本章认为以下政策可以降低评级和评级机构可能对金融稳定造成的一些负面影响。

- 首先，当评级很可能会引起“陡壁效应”时，监管机构应该在其监管活动中取消对评级的参考，而鼓励投资者更多地依赖自己的“尽职调查”。同样，如果央行接受带有相关信用风险的抵押品，那么央行还应该建立自己的信用分析部门。
- 其次，在巴塞尔新资本协议标准方法继续使用评级的情况下，对信用评级机构的监督应像对使用内部评级法的银行一样严格—报告信用矩阵；回检评级模型；进行事后的准确性检验。
- 第三，监管机构应该要求向投资者提供更多的信息，从而限制“评级选购”和“发行人付费”商业模式导致的利益冲突。由于无法限制对评级的获取，加上它们在汇总难以获得的私人信息方面具有的公共物品特性，一个以用户付费为基础的商业模式是难以维持的。因此，应通过披露初步评级结果和评级付费方式来缓解发行人付费方式中的利益冲突。